

La nueva Deuda Pública

Por [Leonardo Perichinsky](#) y [Rafael Selva](#)

La deuda pública asciende en la actualidad a unos 165 mil millones de dólares. Veinte mil millones más que al final de la Convertibilidad. Se perdió la oportunidad de contraer en dólares el monto total, dada la mega devaluación del peso, con la pesificación de una parte y el canje de buena parte la otra. El ajuste por CER incrementa un punto la deuda total por cada tres de inflación. Sin embargo, esta deuda parece menos nociva que la de la década pasada.

Presentación

Pasados ya dos años de la culminación del proceso de reestructuración de la deuda y casi seis de la caída de la Convertibilidad, y de la declaración del default, nos detenemos a analizar la situación de la Deuda Pública del Estado nacional.

Surgen varios interrogantes que vamos a intentar discutir en esta nota, en relación con la evolución y las perspectivas de la Deuda Pública.

En primer lugar, si se observa el stock total de deuda al final de la convertibilidad y se lo compara con el monto total al cierre del canje (segundo trimestre de 2005) se verifica que el total en dólares es similar: casi 150 mil millones de dólares, incluyendo los más de 23 mil millones que no se presentaron al canje. En este sentido, la pregunta sería la siguiente: si una parte de la deuda se pesificó y la otra parte ingresó al canje del cual resultó una reducción superior al 30%, cómo se explica que el monto en dólares sea similar al de fines de la Convertibilidad; por qué no se contrajo en dólares la deuda pública.

En segundo lugar, si miramos la composición de la deuda por tipo de acreedor y de moneda, se verifica un importante cambio en la estructura de la deuda. Básicamente, pasamos de una deuda pública donde 97 de cada 100 pesos eran en moneda extranjera a fines del año 2001 a un esquema actual casi 50 y 50, entre moneda extranjera y pesos. En este sentido, vamos a analizar cómo se produjo ese giro hacia una mayor participación de la deuda en moneda local y qué implicancias tiene en términos de fragilidad, tanto frente al contexto financiero internacional como a las posibilidades de repago. También discutiremos las consecuencias de que buena parte de la deuda local se encuentre indexada.

En tercer lugar, mostramos algunos indicadores clave sobre la situación de la deuda pública comparada con la década pasada. En este sentido, surge que la mayoría de las relaciones muestran que el peso de la deuda en la actualidad es mucho menor que en los noventa, sin ponderar la cuestión conceptual de que ahora el endeudamiento externo no juega un rol clave en el desempeño del modelo, como ocurría durante la vigencia de la Convertibilidad.

Por último, nos preguntamos sobre la anunciada política de “desendeudamiento” por parte del Gobierno Nacional. En términos de stocks, la deuda pública total creció desde el cierre del canje hasta la actualidad unos 16 mil millones de dólares, a pesar de que se pagaron durante el período 47 mil millones de dólares en concepto de capital. Sin embargo, tales cancelaciones generaron un cambio significativo en la composición de la deuda durante estos dos años. Para citar un caso, el pago de la deuda al FMI no está incluido en esta reducción por que se cambió deuda con el Fondo por deuda con el BCRA, lo cual es cualitativamente muy diferente (mejor). Pero, la deuda pública continúa creciendo.

No hubo licuación

Tal como se puede apreciar en el cuadro 1 el monto total de deuda pública al final de la convertibilidad era levemente inferior al que quedó al cierre del canje. De u\$s144,4 mil millones de dólares pasamos a tener una deuda de u\$s 149,8 mil millones una vez culminado el canje de la deuda.

Básicamente, dejando de lado la deuda con organismos multilaterales (FMI, BID y Banco Mundial), el saldo de capital de la deuda pública que quedó de la Convertibilidad tuvo significativas reducciones en sus montos. Por un lado, se pesificó la deuda con tenedores locales, y por otro lado se consiguió una quita superior al 30% del capital de los títulos públicos con los tenedores extranjeros de deuda.

Por qué, entonces, el Estado nacional no logró licuar su deuda denominada en dólares, teniendo en cuenta la oportunidad que generó la mega devaluación del peso.

El principal factor que explica por qué no se licuó la deuda en dólares es el rescate por parte del Estado nacional a los deudores del sistema financiero argentino; lo cual, en última instancia, es rescate a los bancos.

La deuda pública no se contrajo porque el Estado absorbió la deuda privada.

Dicho con otras palabras, los que sí licuaron (tanto en dólares como en términos de valor de los activos en pesos) fueron los que tenían deuda con el sistema financiero al cierre de la Convertibilidad. La licuación se produjo gracias a la pesificación completa de todas las deudas privadas con los bancos, independientemente del tipo de préstamos que hubieran tomado o de la calidad del deudor.¹

El Estado emitió deuda nueva para compensar a los bancos la diferencia entre pesos y dólares de los préstamos y depósitos.

Este esquema de pesificación indiscriminada, también fue un rescate a los bancos, por que éstos no hubiesen podido recobrar sus deudas luego de la fuerte devaluación del peso que produjo una importante caída de los ingresos (y en sus activos) medidos en dólares de los deudores. Es decir, ni los ingresos ni las garantías (si las hubieran ejecutado los bancos) de los deudores hacían viable el pago de sus deudas.

También se rescató a los quejosos ahorristas. El ahorrista que esperó hasta el final recobró básicamente el valor en dólares de sus ahorros. El Estado emitió bonos para cubrir la diferencia entre un dólar que en ese momento estaba cerca de los 3 pesos y el monto del ahorro multiplicado por 1,4 más la inflación.

El costo total para el Estado de llevar a cabo este esquema fue superior a los 30 mil millones de dólares; unos cien mil millones de pesos.²

Por su parte, otros 30 mil millones de dólares absorbió el Estado nacional de las deudas de las provincias con el sistema financiero, incluyendo las cuasimonedas.

1) Hubo otros mecanismos de licuación que profundizaron la licuación, y que estuvieron sólo al alcance de los grandes deudores, como la posibilidad de cancelar deudas con títulos públicos tomados a valor nominal cuando cotizaban en el mercado sólo al 20% de su paridad.

2) Si, por ejemplo, se hubiese exigido al segmento de grandes deudores, la emisión de acciones o bonos al Estado por la diferencia de cambio, el costo de la salida de la convertibilidad hubiese sido más repartido y el stock de deuda pública, neteada de esos títulos, sería significativamente menor.

Los ganadores de esta forma de resolver la salida de la convertibilidad fueron, en primer lugar los bancos, que consiguieron las garantías del Estado para las deudas del sector privado; en segundo lugar, las empresas grandes, que licuaron buena parte de su deuda sin ningún tipo de compensación al Estado, los ahorristas que obtuvieron un nuevo valor de sus ahorros más alto en términos de poder de compra del que habían depositado.

Por otro lado, el proceso de canje de la deuda tuvo algunos componentes que es necesario valorar. Por un lado, unos 23 mil millones de dólares no se presentaron a la oferta de canje, lo cual redujo el potencial de la quita obtenida. En segundo lugar, hubo un reconocimiento de casi 20 mil millones de dólares por servicios de la deuda no pagados con anterioridad al canje. Considerando estas dos cuestiones, el resultado global del canje fue menos importante que lo anunciado.

Sin embargo, y más importante, es que se llegó al canje con una deuda sobreestimada. Entre el 2002 y el 2004 se acumularon 45 mil millones de dólares en atrasos impagos, los cuales junto con las nuevas emisiones del rescate, llevaron el monto total de la deuda pública a un máximo histórico de 191 mil millones de dólares. Con este nivel de deuda la Argentina ingresó al proceso de reestructuración.

En el siguiente cuadro mostramos las fuentes de variación de la deuda entre los finales de la convertibilidad y el cierre del proceso de reestructuración. Entre sumas y restas, el Estado quedó con un nivel de Deuda en dólares superior al que dejó la Convertibilidad, a pesar del canje y la pesificación, y con una economía con tipo de cambio alto.

Cuadro 1.

Flujo y variaciones de la Deuda del Sector Público Nacional Entre cuarto trimestre 2001 y segundo trimestre 2005

En millones de dólares

CONCEPTOS	MONTO
I. STOCK DE DEUDA BRUTA AL IV-01	144.453
II. VARIACIÓN DERIVADA SALIDA DE LA CONVERTIBILIDAD (1) + (2) + (3)	41.359
(1) Emisión de NUEVA DEUDA posterior al 2001	31.019
(2) Efecto de la PESIFICACION, ajuste por CER y re dolarización	-8.710
(3) Intereses no pagados, capitalizados y atrasados	19.050
III. DISMINUCIÓN DE DEUDA POR REESTRUCTURACIÓN	-67.305
IV. STOCK DE DEUDA AL IV-01 INCLUYENDO (II) Y (III)	118.506
(4) Capitalización de bonos nuevos desde dic-03	2.702
(5) Diferencia de valuación del capital de la deuda elegible respecto a dic-01	8.928
(6) Variación de la deuda al II-05 respecto del stock ajustado al IV-01 (V) - (IV)	-3.670
V. STOCK DE DEUDA BRUTA AL II-05 (IV) + (4) + (5) + (6)	126.466
(7) Ajustes por deuda no presentada al canje	23.381
VI. STOCK DE DEUDA BRUTA AL II-05 (V) + (7)	149.847

Fuente. CIEPYC en base a Ministerio de Economía de la Nación

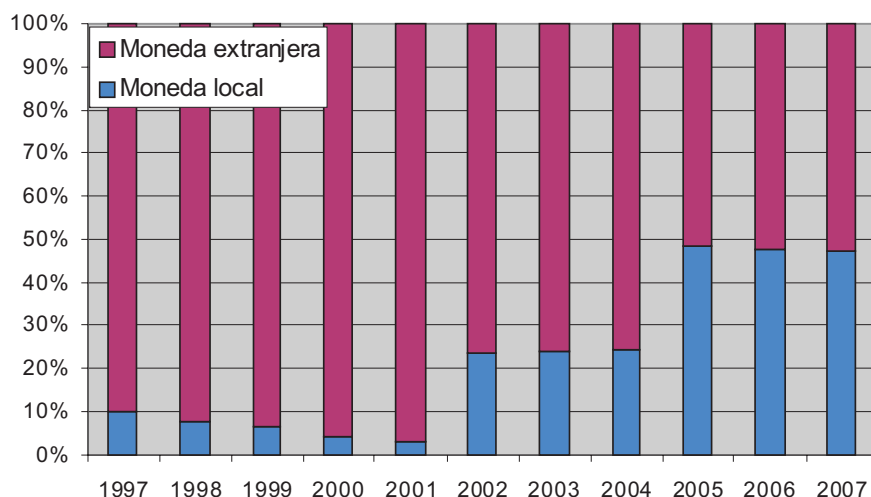
La nueva composición de la deuda

La nueva deuda pública es completamente diferente a la que se registraba durante la década pasada. Básicamente, pasamos de tener una deuda casi totalmente denominada en moneda extranjera (97 a 3 era la relación a fines de la Convertibilidad) a una deuda que se reparte en partes casi igual entre interna y externa, o en pesos y moneda extranjera.

En el gráfico 1 se muestra el cambio en la composición de la deuda discriminando entre la denominada en moneda extranjera y en moneda local.

Gráfico 1:

Evolución de la estructura de la deuda por tipo de moneda (En porcentajes)



FUENTE: CIEPYC en base a Ministerio de Economía y BCRA

Algunas consideraciones a propósito de la nueva composición de la deuda. Resulta indudable que es positivo poseer una mayor proporción de deuda en moneda local. Esto genera un nivel de fragilidad de las cuentas públicas del Estado muy inferior, teniendo en cuenta que el repago es en la moneda que el sector público recauda (y emite). Los cambios en el contexto financiero internacional y la evolución de la cuenta corriente argentina con el resto del mundo no afectan la capacidad de cancelación de la deuda denominada en pesos. Por su parte, como las divisas del comercio exterior son del sector privado, no existen tensiones en cuanto a los problemas de transferencia de lo privado a lo público, porque no se requiere moneda extranjera para cancelar este tipo de deuda. A su vez, como los tenedores de esta porción de la deuda son más bien locales, la capacidad de renovación (o renegociación) se supone menos compleja que cuando involucra a poseedores extranjeros de deuda.

Sin embargo, habrá que valorar que una parte sustancial de esta deuda está atada a la evolución de la inflación. Tal indexación de los títulos públicos en pesos afecta incluso el valor del capital, lo cual no solo incrementa los servicios de la deuda sino también su monto total.

Según nuestras estimaciones, cada punto de inflación incrementa el capital de la deuda pública argentina en \$1.700 millones; y cada tres puntos de inflación, el monto total de la deuda se incrementa aproximadamente un uno por ciento.³

Desde el punto de vista de sustentabilidad de la deuda en pesos y ajustada por inflación hay que considerar que la recaudación del Sector Público Nacional crece a una tasa interanual muy superior a la inflación y que los recursos totales anuales son mayores al monto total de la deuda en pesos indexada.

En el cuadro 2 se muestran los diferentes rubros que componen el total de deuda pública en la actualidad. Se evidencia la escasa presencia ya de la deuda con organismos multilaterales (menos del 10%), la sensible importancia que mantienen los títulos públicos (60%), aunque ahora más balanceado entre monedas, y la elevada participación de los préstamos garantizados, producto del rescate a las provincias de sus deudas contraídas con entidades financieras durante la década pasada.

Cuadro 2: Deuda del Sector Público Nacional por tipo de instrumento y plazo

Al cierre del segundo trimestre de 2007

Conceptos	Mill. de u\$s Saldo Bruto	Mill. de \$ Saldo Bruto
I- TOTAL DEUDA PUBLICA (II + III)	138.315	427.808
II- SUB-TOTAL DEUDA A VENCER	133.530	413.008
MEDIANO Y LARGO PLAZO	126.308	390.671
TITULOS PUBLICOS	83.394	257.938
- Moneda nacional	31.609	97.767
- Moneda extranjera	51.785	160.171
PRESTAMOS	42.914	132.733
PRESTAMOS GARANTIZADOS	12.939	40.022
ORGANISMOS INTERNACIONALES	14.506	44.868
ORGANISMOS OFICIALES	2.342	7.244
DEUDA GARANTIZADA – BOGAR	11.927	36.890
BANCA COMERCIAL	821	2.538
OTROS ACREEDORES	378	1.171
CORTO PLAZO	7.222	22.337
ADELANTOS TRANSITORIOS BCRA	5.926	18.330
LETRAS DEL TESORO	1.296	4.007
III- SUB-TOTAL ATRASOS (Club de París y resto)	4.785	14.799
CAPITAL	3.824	11.828
INTERES	961	2.971
IV- TOTAL DEUDA NO PRESENTADA AL CANJE	27.025	83.588
NO VENCIDA	8.555	26.462
VENCIDA	18.469	57.126
V- DEUDA PUBLICA + NO PRESENTADA AL CANJE (I + IV)	165.340	511.395

Fuente: CIEPYC en base a Ministerio de Economía

La deuda de corto plazo (5%) se explica fundamentalmente por la cancelación con el FMI a través del uso de reservas internacionales del BCRA. Básicamente se compone de los adelantos del Banco Central y las Letras de Tesorería que exceden el ejercicio fiscal. Es decir, el financiamiento a corto plazo proviene fundamentalmente del propio Estado Nacional, ya sea a través del BCRA o de Organismos que mantienen superávit, como ANSES o AFIP, que licitan las Letras del Tesoro contempladas en la Ley de Presupuesto Nacional.

3) Con una inflación del 10% anual, la deuda crece unos 17 mil millones de pesos (u\$s 5.300 millones); sobre una deuda total actual del orden de los u\$s 165 mil millones, tal incremento es del 3,2% del total. Con una inflación del 15% anual, la deuda crece un 4,9% en un año (unos 8 mil millones de dólares)

Por último, es necesario destacar que la proporción total de pagos de interés en moneda local viene aumentando. Mientras se mantuvo la situación de default, los únicos pagos en moneda extranjera fueron a los organismos internacionales de crédito (FMI, BID y BM). Con posterioridad al canje de deuda, la mayoría de los pagos se realizan sobre deuda denominada en pesos, porque los títulos en moneda extranjera poseen un plazo mucho mayor.

Desendeudamiento?

La deuda total asciende en la actualidad a 165 mil millones de dólares; 16 mil millones de dólares más que la verificada a mediados del año 2005, cuando culminó el proceso de canje. Por su parte, el Estado nacional, durante este mismo período, canceló deuda por 47 mil millones de dólares. Entonces, el resto de la deuda no cancelada creció en unos 63 mil millones de dólares.

Concretamente, aunque el Estado haya cancelado mucha deuda, lo que canceló fue menor a la nueva deuda emitida más la capitalización del valor de la deuda que ya tenía.

Hay que considerar que en esta cuenta queda neteada la operación de cancelación de deuda con el FMI, por que se cambió deuda con este organismo por Deuda con el Banco Central, lo cual es sustantivamente diferente, y podríamos incluso no considerarlo como deuda. De todas formas este monto (unos 9 mil millones de dólares) no alcanza a explicar los 16 mil millones de incremento en el monto en dólares de la deuda pública. Si lo restáramos nos quedaría de todas formas un incremento de deuda de 7 mil millones de dólares en los últimos dos años.

Qué fue lo que más canceló el Gobierno y qué fue lo que más creció. Dejando de lado la cancelación con el FMI, durante este período se pagaron amortizaciones de títulos públicos por casi 9 mil millones de dólares; y otro tanto por cancelaciones de adelantos transitorios del BCRA; se pagó deuda con organismos multilaterales (BID y Banco Mundial) por más de 6 mil millones de dólares; se rescataron letras del tesoro por casi 6 mil millones y se pagó por préstamos garantizados unos 3,4 mil millones de dólares. Estos conceptos, junto al pago al FMI, explican en buena medida (los 47 mil millones de dólares) el supuesto desendeudamiento que llevó adelante la actual gestión.

Sin embargo, el resto de la deuda creció en unos 63 mil millones de dólares. Los adelantos transitorios del BCRA crecieron en más de 11 mil millones de dólares, los Boden en más de 8 mil millones, Bonar más de 5 mil millones y las letras del tesoro en más de 7 mil, entre los principales conceptos.

Por su parte, la deuda ajustada por CER se incrementó en estos dos años unos 11.560 millones de dólares. En tanto que la valuación de la deuda no ingresada al canje creció en casi 4 mil millones de dólares, pasando de 23 a 27 mil millones en la actualidad.

Neteando conceptos, el incremento de la deuda pública se explica por amortizaciones de préstamos garantizados por más de 5 mil millones de dólares; pagos netos a organismos multilaterales por u\$s 3.200 millones; incremento de Boden y Bonar por unos 5 mil millones (neteadas las amortizaciones de títulos públicos de casi nueve mil millones de dólares) y el ajuste por inflación de la deuda en pesos por más de 11 mil millones de dólares. Por su parte, aparecen dos conceptos con montos similares de signos opuestos que prácticamente se compensan mutuamente. Uno es la capitalización de los bonos del canje por estar atados al crecimiento del PBI, más que compensado por la reducción de la deuda por diferencias en los tipos de cambio.

En suma, el ajuste por CER, los pagos netos al Bid y Banco Mundial, y la mayor emisión

de bonos que su cancelación, explican, en ese orden el aumento en el endeudamiento público de estos últimos dos años.

Los indicadores de la deuda

Los indicadores de sustentabilidad de la deuda pública externa presentan notorias mejoras.

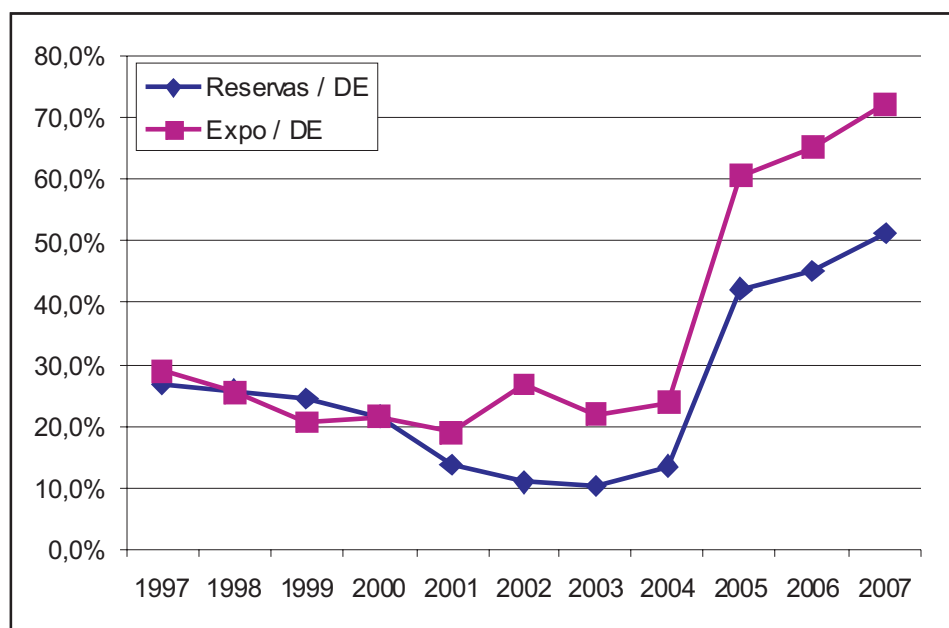
El gráfico 2 es elocuente sobre la mejora en las principales relaciones de la deuda externa. En la actualidad las reservas internacionales representan algo más del 50% de la deuda denominada en moneda extranjera. Hacia fines de los noventa esta relación se encontraba en un entorno del 20-25%.

En relación con las exportaciones, la deuda en moneda extranjera se acerca desde 2005 a un nivel equivalente a un año de ventas al exterior, cuando en el mejor momento de la década pasada representaba cuatro años de exportaciones argentinas.

Gráfico 2:

Evolución de las principales relaciones de la deuda externa

(En porcentajes)



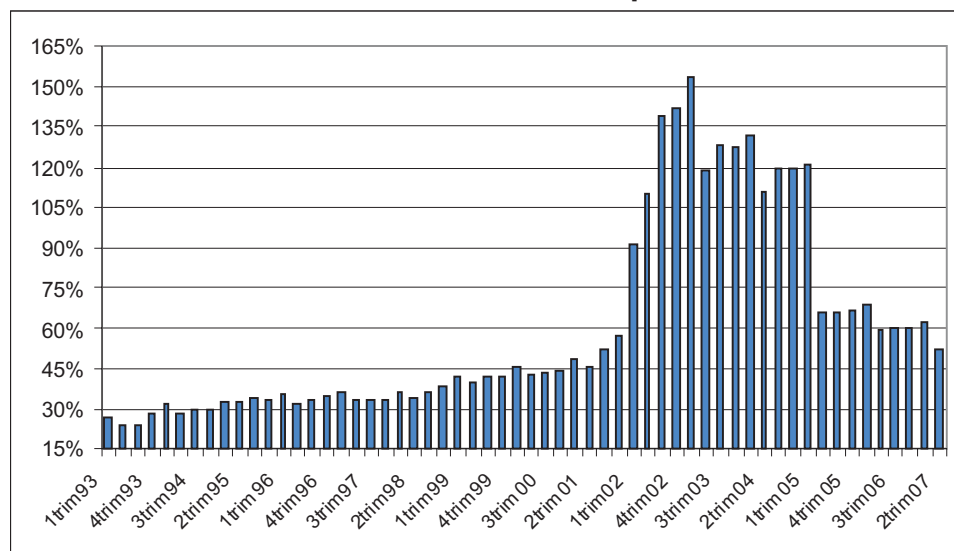
Fuente: CIEPYC en base a Ministerio de Economía de la Nación y BCRA

Por su parte, la deuda pública cayó en proporción del PIB de más de un 150% en el primer trimestre de 2003 a menos del 50% hacia fines de 2006. En el segundo semestre de 2007 la relación deuda/PBI es similar a la de los últimos trimestres de la Convertibilidad.

Cabe señalar, sin embargo, que en la construcción del gráfico 3 usamos valores corrientes de PBI y Deuda, al tipo de cambio nominal de cada momento. Pero, si en vez de tomar el tipo de cambio nominal actual para llevar a pesos la deuda en moneda extranjera en cada momento, hubiésemos usado una serie de tipo de cambio real, el peso de la deuda actual sería menor en términos de PBI que el que se registraba la

década pasada. Esto es así, porque hubiéramos usado un tipo de cambio menor para llevar la deuda en moneda extranjera a pesos, tal como era durante los noventa.

Gráfico 3:
Evolución de la relación deuda publica / PBI



FUENTE: CIEPYC en base a Ministerio de Economía y BCRA

Finalmente, también se han producido mejoras en otros indicadores de la deuda pública, asociados con una mayor extensión de los plazos de pago y de su composición. La vida promedio de la deuda bruta del SPN se amplió sensiblemente a partir del proceso de reestructuración cerrado en el 2005.

Reflexión final

La Deuda externa ha sido un instrumento de dominación primordial de los países centrales. Las modalidades se fueron adaptando a los tiempos y las necesidades del capital ficticio de los centros financieros internacionales.

Las instituciones multilaterales financieras de la posguerra, como el FMI, se habían desgastado ya en los ochenta; una década de marchas y contra marchas, atrasos y moratorias en el repago de deuda por parte de los países periféricos. Desde Baker (año 1987) en adelante el esquema de endeudamiento buscó virar desde su forma tradicional a la generación de mercados de deuda para países emergentes. Esta nueva modalidad se plasmó con el plan Brady.

Entonces, a partir de los noventa las instituciones multilaterales dejaron de ser el principal contralor de las economías periféricas. En los noventa, con la emisión de títulos en moneda extranjera como principal forma de financiamiento de los países emergentes, los mercados financieros fueron los que monitoreaban, minuto a minuto, la marcha de la economía y de las cuentas públicas de cada país. Los títulos públicos subían o bajaban su cotización (bajaba o crecía el costo de financiarse) en relación directa con la aplicación de las políticas públicas y los marcos regulatorios que los centros financieros consideraban buenos.

Las privatizaciones y la desreglamentación de las economías periféricas durante los noventa deben entenderse dentro de este nuevo esquema de endeudamiento; como la necesidad del capital financiero de recomponer renta.

La deuda pública argentina en la actualidad es sensiblemente menos vulnerable y dependiente de las reglas de los centros financieros internacionales. Principalmente porque la proporción de deuda externa es significativamente menor, y no tanto porque se haya cancelado la deuda con el FMI, una institución que ya viene perdiendo preponderancia hace veinte años, y que en los noventa había quedado relegada a la función de certificadora de calidad.

El objetivo de la política de hacienda del gobierno nacional debería ser continuar aumentando la proporción de deuda en pesos como se viene haciendo hasta ahora, pero a su vez desalentando la renta financiera en moneda local. El ajuste por CER sobre el capital de los bonos es, cuanto menos, una invitación a la especulación, e incentiva a su vez, algo que tanto le duele a la actual gestión, la búsqueda de niveles crecientes de inflación.